

学校编码: 10384

分类号_____密级_____

学 号: 200015132

UDC _____

学 位 论 文

天虹纺织首次公开发行股票投资价值分析

Texhong Textile Initial Public Offering Investment Valuation Analysis

陈 夏 驰

指导教师姓名: 黄 世 忠 教 授

申请学位级别: 硕 士

专 业 名 称: 工商管理(MBA)

论文提交日期: 2005 年 2 月

论文答辩时间: 2005 年 3 月

学位授予单位: 厦 门 大 学

学位授予日期: 2005 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2005 年 2 月

厦门大学学位论文原创性声明

兹呈交的学位论文，是本人在导师指导下独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考的其他个人或集体的研究成果，均在文中以明确方式标明。本人依法享有和承担由此论文而产生的权利和责任。

声明人（签名）：

年 月 日

内 容 摘 要

天虹纺织于 1997 年在香港成立，其后开始投资于中国的棉纺织业。七年多来，天虹纺织不断创新进取，已快速成长为中国最大的氨纶弹力纱布制造商之一。2003 年，天虹纺织实现主营业务收入人民币 10 亿多元，进入中国棉纺织行业企业销售收入前 20 位。2004 年 12 月 9 日，天虹纺织以红筹股形式在香港联交所主板挂牌上市。

本文运用作者在攻读 MBA 期间学到的有关知识，研究分析天虹纺织首次公开发行的投资价值。全文共分六章。

第一章为天虹纺织背景简介，简要介绍天虹纺织的发展历程、股权结构和业务概况。

第二章为中国棉纺织业行业分析。本章首先介绍中国棉纺织业的发展、现状和特点，继而运用五种力量模型分析中国棉纺织业的行业竞争环境，并探讨中国棉纺织业的发展趋势。

第三章为天虹纺织发展战略分析。本章运用 SWOT 分析法评价天虹纺织的资源和竞争能力，并分析天虹纺织的发展战略。

第四章为天虹纺织财务分析。本章运用各种财务报表分析工具，进一步分析评价天虹纺织的经营业绩和财务状况。

第五章为天虹纺织估值分析。本章运用比较估值法和折现现金流量估值法，分析天虹纺织首次公开发行股东权益的合理价值区间，并简要分析天虹纺织面临的主要投资风险因素。

关键词：天虹纺织；上市；估值分析。

Abstract

Texhong Textile was founded in 1997 in Hong Kong, and invested in the cotton textile industry in PRC. During these 7 years, Texhong Textile facilitated its rapid expansion and became one of Chinese largest spandex stretch yarn & fabric manufacturers. In 2003, Texhong Textile's sale was over RMB 1 billion and became one of the largest 20 enterprises in China Cotton Textile Industry. The company listed its red-chip stocks in the main board of The Stock Exchange of Hong Kong Limited on December 9, 2004.

In this thesis, some theories of Strategic Management and Corporate Finance were applied to make the Initial Public Offering (IPO) investment valuation analysis.

There are six chapters in this thesis.

Chapter one is the background introduction of Texhong Textile. In this chapter, the overview of the development, equity structure, and business of Texhong Textile was presented.

China Cotton Textile Industry and its competition environment were analyzed in chapter two, using Five Forces Model.

Chapter three focuses on the SWOT analysis of Texhong Textile. The development strategies of the company were brought forward accordingly.

In chapter four, the company's financial position is analyzed in detail in comparison with the listed companies in the same industry in China. The Trend Analysis, Structure Analysis and Ratio Analysis were applied to the financial analysis.

In chapter five, Relative Valuation Model and Discounted Cash Flow Model are employed to assess the IPO stock value of Texhong Textile. The investment risks associated with Texhong Textile are also presented in this chapter.

Key Words: Texhong Textile; IPO; Valuation.

目 录

第一章 天虹纺织背景介绍	1
一、天虹纺织的发展历程	1
二、天虹纺织的股权结构	2
三、天虹纺织的业务概况	5
第二章 中国棉纺织业行业分析	9
一、中国棉纺织业的发展概况	9
二、中国棉纺织业的发展现状和特点	10
三、中国棉纺织业竞争环境分析	14
四、中国棉纺织业的发展趋势	18
第三章 天虹纺织发展战略分析	21
一、天虹纺织 SWOT 分析	21
二、天虹纺织发展战略	26
第四章 天虹纺织财务分析	29
一、天虹纺织财务报表趋势分析和结构分析	29
二、天虹纺织财务比率分析	36
三、综合财务评价	42
第五章 天虹纺织估值分析	44
一、比较法估值	44
二、折现现金流量法估值	48
三、估值结论和首次公开发行定价分析	53
四、投资风险分析	54
附 录	56
参考文献	60
后 记	63

Table of Contents

1	Overview of Texhong Textile.....	1
1.1	Development of Texhong Textile	1
1.2	Equity Structure of Texhong Textile	2
1.3	Business of Texhong Textile	5
2	China Cotton Textile Industry Analysis.....	9
2.1	History of China Cotton Textile Industry	9
2.2	Status and Characters of China Cotton Textile Industry	10
2.3	Competition Analysis for China Cotton Textile Industry	14
2.4	Outlook of China Cotton Textile Industry	18
3	Development Strategy of Texhong Textile	21
3.1	SWOT Analysis for Texhong Textile	21
3.2	Development Strategy of Texhong Textile	26
4	Financial Analysis of Texhong Textile	29
4.1	Trend Analysis, Structure Analysis for the Financial Reports of Texhong Textile	29
4.2	Financial Ratio Analysis for Texhong Textile	36
4.3	Conclusion of Finance Analysis	42
5	Valuation Analysis of Texhong Textile	44
5.1	Relative Valuation Model for Texhong Textile's Stock Valuation	44
5.2	Discounted Cash Flow Model for Texhong Textile's Stock Valuation ..	48
5.3	Conclusion and IPO Price Analysis	53
5.4	Investment Risks Analysis	54
	References	56
	Appendix	60
	Acknowledgement	63

第一章 天虹纺织背景介绍

1997年8月，100%私人所有的香港天虹实业有限公司在香港注册成立。其后，香港天虹实业有限公司作为投资主体开始投资于中国大陆的棉纺织业。七年多来，天虹纺织（指上市重组完成后的天虹纺织集团有限公司及其子公司，下同）不断创新进取，由小到大、由弱到强，已形成了拥有十二家国内全资子公司、纱（线）锭近20万锭、喷气织机638台、有梭织机664台^①的大型棉纺织集团。2003年，天虹纺织实现主营业务收入10.34亿元人民币^②，进入中国棉纺织业企业销售收入前20名^③。

2004年12月9日，天虹纺织在香港联合交易所有限公司（以下简称“香港联交所”）主板上市，成为继山东魏桥纺织股份有限公司（以下简称“魏桥纺织”）之后在香港联交所主板上市的又一家中国棉纺织企业。

一、天虹纺织的发展历程

以下简要介绍天虹纺织的发展历程。

- 1997年8月，香港天虹实业有限公司在香港注册成立。其后，香港天虹实业有限公司作为投资主体开始投资于中国大陆的棉纺织业。
- 1997年10月，香港天虹实业有限公司于江苏省泰州市成立天虹纺织（泰州）有限公司，以租赁泰州第二织布厂的部分设备进行生产和销售。
- 1998年1月，香港天虹实业有限公司于浙江省金华市浦江县成立天虹纺织（金华）有限公司，以租赁浦江棉纺织厂的部分设备进行生产和销售。
- 1998年6月，香港天虹实业有限公司于江苏省徐州市睢宁县成立天虹纺织（睢宁）有限公司，以租赁睢宁县棉纺织厂部分设备进行生产和销售。

^① 天虹纺织公司数据。

^② “天虹纺织招股章程”，2004年11月，P164。

^③ 中国纺织工业协会统计中心，“2003年全国棉纺、色织行业企业销售收入前50名”，<http://www.ctei.gov.cn>，2004年8月。

•2000 年 5 月，香港天虹实业有限公司于浙江省金华市浦江县成立浙江天虹纺织有限公司。

•2000 年 6 月，香港天虹实业有限公司于江苏省徐州市睢宁县成立江苏新天纺织有限公司（2003 年更名为江苏世纪天虹纺织有限公司），以收购已宣告破产的国有企业—睢宁县棉纺织厂的资产。

•2000 年 11 月，香港天虹实业有限公司于江苏省泰州市成立泰州天虹织造有限公司，以收购已宣告破产的国有企业—泰州第二织布厂的资产。

•2002 年 4 月，香港天虹实业有限公司于江苏省泰州市成立泰州世纪天虹纺织有限公司。

•2002 年 6 月，香港天虹实业有限公司于江苏省南通市如东县成立南通世纪天虹纺织有限公司，以收购已宣告破产的国有企业—如东县雄鹰纺织有限公司的资产。

•2003 年 1 月，香港天虹实业有限公司于江苏省徐州市睢宁县成立徐州世纪天虹纺织有限公司。

•2004 年 4 月，香港天虹实业有限公司于江苏省徐州市丰县成立徐州天虹银丰纺织有限公司，以收购已宣告破产的国有企业—丰县纺织厂的资产。

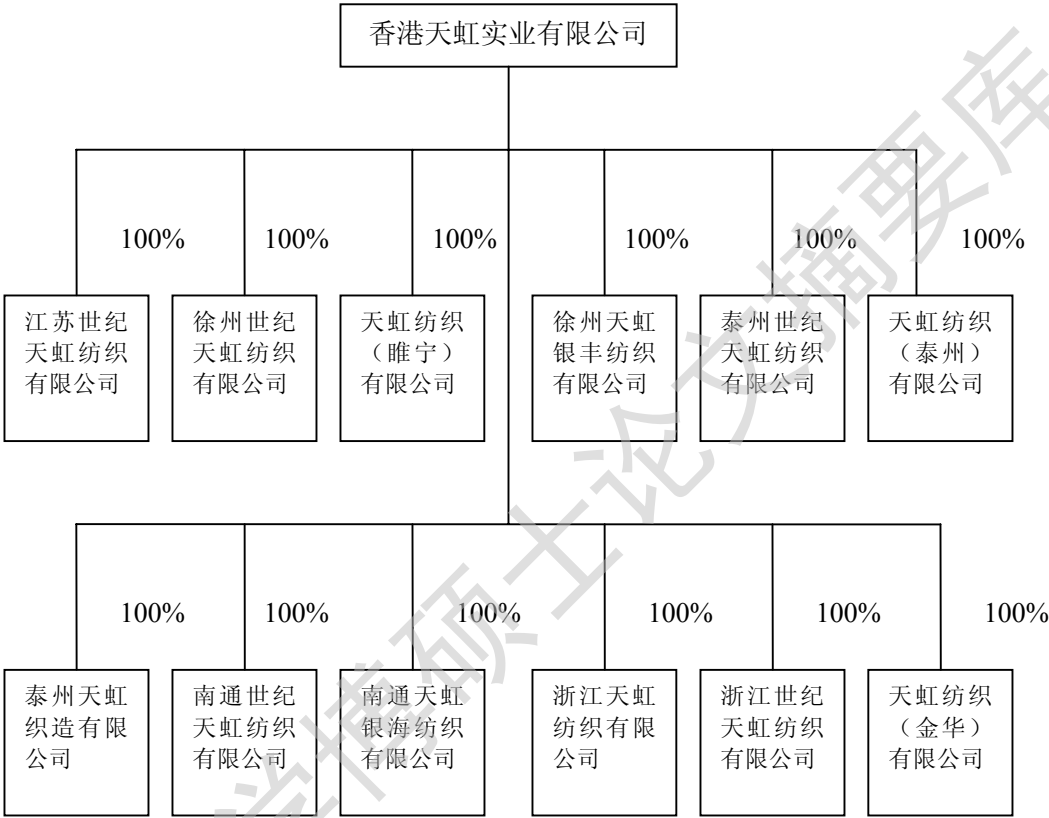
•2004 年 5 月，香港天虹实业有限公司于江苏省南通市成立南通天虹银海纺织有限公司。

•2004 年 12 月 9 日，经过上市资产重组，天虹纺织以红筹股的形式在香港联交所主板挂牌上市。天虹纺织发行股份数目为 872,000,000 股，发售股份数目为 218,000,000 股，发售价为每股 1.15 港元。

二、天虹纺织的股权结构

天虹纺织上市资产重组前的股权结构如图 1-1 所示。

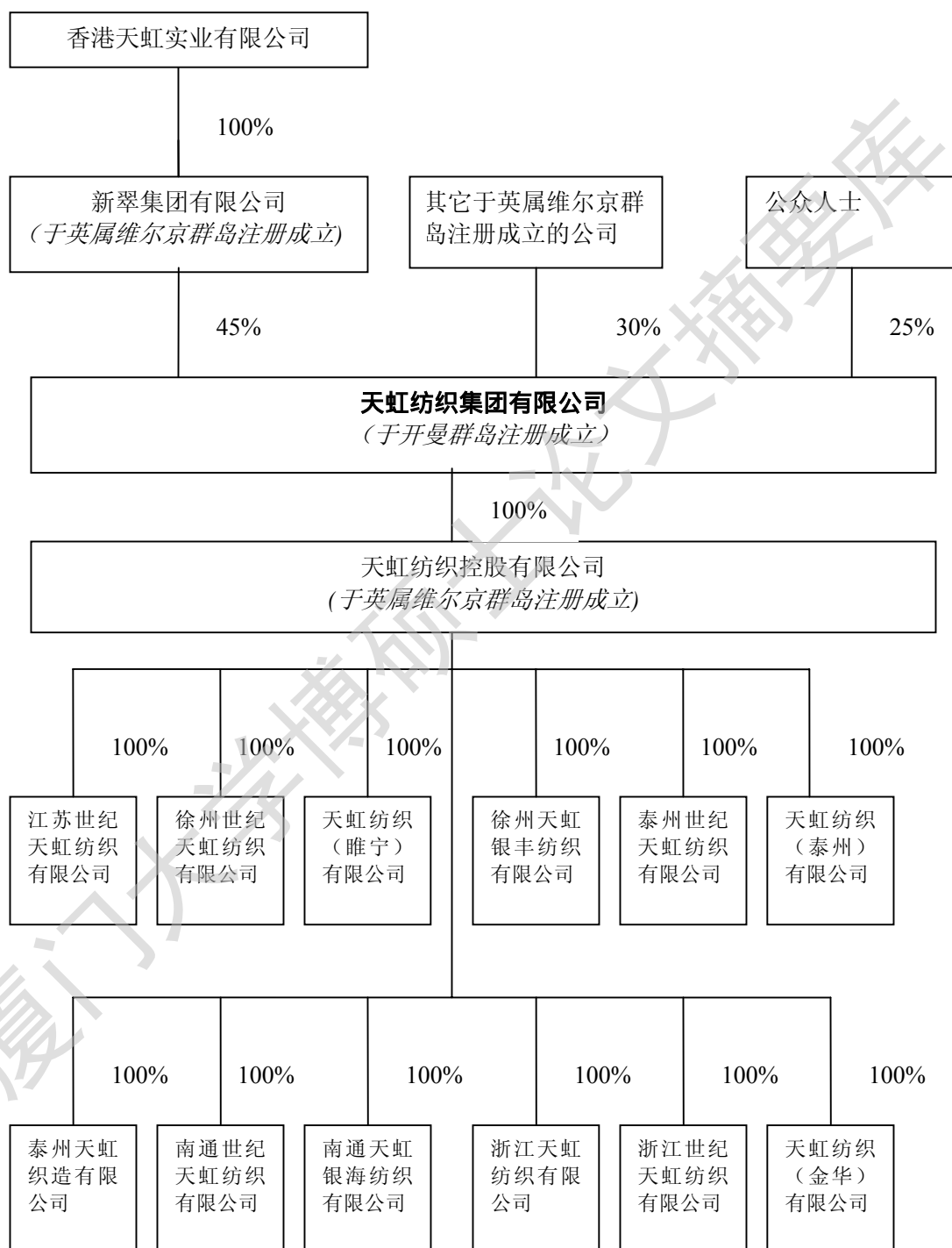
图 1-1：天虹纺织上市资产重组前的股权结构图



天虹纺织上市后的股权结构如图 1-2 所示。

图 1-2 表明，天虹纺织上市后，公司大股东和管理层通过在英属维尔京群岛注册的公司持有上市公司 75%的股权，社会公众持有上市公司 25%的股权。

图 1-2：天虹纺织上市后的股权结构图



注：于开曼群岛注册成立的“天虹纺织集团有限公司”为在香港联交所主板上市的公司。

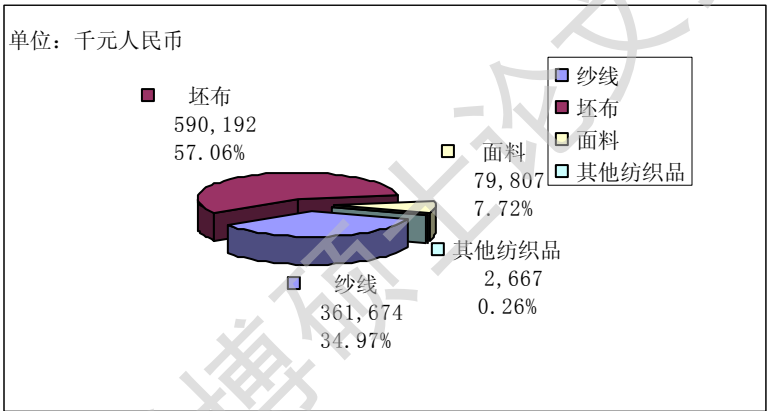
三、天虹纺织的业务概况

本节通过对天虹纺织的产品和市场定位、经营模式、产能扩张以及主要经营和财务指标等四个方面的介绍，概括地描述天虹纺织的业务。

（一）天虹纺织的主要产品和市场定位

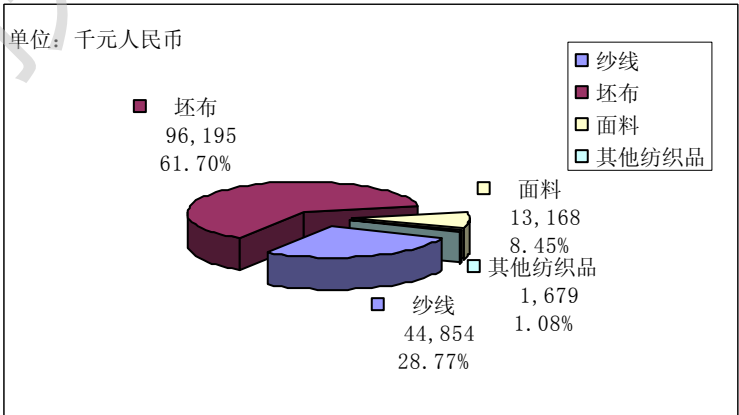
天虹纺织的产品主要有纱线、坯布和面料三大类。2003 年各类产品的销售收入和毛利润的比重如图 1-3 和图 1-4 所示。

图 1-3：2003 年天虹纺织各类产品销售收入比重图



资料来源：根据“天虹纺织招股章程”有关数据整理而成。

图 1-4：2003 年天虹纺织各类产品毛利润比重图



资料来源：根据“天虹纺织招股章程”有关数据整理而成。

天虹纺织将其产品的市场定位于时尚纺织品市场，其竞争策略是以较低的成本生产和销售时尚的、高质量的及有较高附加值的纱线和布料，满足时尚纺织品市场对差别化产品的需求。20 世纪 90 年代中后期，美国杜邦公司推出了能够应用于棉纺织的氨纶丝，并且对其以“莱卡（Lycra）”为品牌的氨纶丝大力进行市场推广，“棉+莱卡”的弹性面料逐渐成为服装消费的时尚潮流^①。天虹纺织及时抓住了这一市场机遇，较早地开发和生产氨纶弹力纱线和氨纶弹力坯布。2003 年，天虹纺织氨纶弹力纱线和氨纶弹力坯布的销售额为 7.7 亿元人民币，约占天虹纺织当年主营业务收入的 75%^②，天虹纺织已成为中国最大的氨纶弹力纱布的制造商之一^③。

（二）天虹纺织的经营模式

为了发挥集团的优势并且快速应对时尚纺织品市场的变动，天虹纺织在江苏省无锡市设立了运营中心，全面管理各子公司的投资、财务、采购、销售、生产和人事等活动。在经营上，天虹纺织采取以销定产、根据订单进行生产和统一生产调度、统一销售的模式。无锡运营中心的销售部门负责整个集团的销售和市场推广。无锡销售部门在接到客户订单后，根据各个生产企业的具体情况和各自优势，安排、调度订单的生产。待产品生产完毕，再由无锡销售部门统一对外销售。这种经营模式，使得天虹纺织分布于多个不同地方的生产企业能够优势互补，发挥集团优势；也使得无锡销售部门将精力集中于市场开拓和新产品开发，而生产企业则将精力集中于产品质量提升、成本控制等工厂内部管理，初步形成了以无锡销售部门为利润中心、生产企业为成本中心的各自定位。

天虹纺织经营的品种涉及纺织产业链中的纱线、坯布和面料三个环节。

^① 中国化纤工业协会信息部，“中国为何能迅速发展成为世界氨纶第一生产大国”，<http://www.ccfei.net.cn>, 2004 年 2 月。

^② 根据“天虹纺织招股章程”有关数据整理而成。

^③ 根据中国纺织工业协会统计中心，“2003 年全国棉纺、色织行业企业销售收入前 50 名”，<http://www.ctei.gov.cn> 有关资料整理而成，2004 年 8 月。

然而，与众多中国棉纺织企业不同，天虹纺织并不强调内部上下游配套，这三类产品的销售分别由纱线、坯布和面料三个销售部门负责，各部门独立核算，之间的交易价格也按照市场价格确定。这种模式不仅使得纱线、坯布和面料都有各自的外部供应商和市场，提高了整个集团的抗风险能力，同时也更加有效地利用了集团内部和外部的资源。

目前，天虹纺织的生产企业只是从事纱线和坯布的制造，但天虹却设有面料销售部门进行坯布的下游产品—服装面料的销售，从而使得天虹纺织既能为客户提供产品的下游增值服务，也能够更加接近终端消费，更快地把握市场的变动。

（三）天虹纺织的产能扩张

为满足迅速上升的产品需求，天虹纺织通过投资新建厂房和收购破产国有企业的资产以扩大生产能力。迄今为止，天虹纺织已四次收购破产国有企业的资产。破产国有企业有现成的生产设施和熟练工人，而且当地政府或其他有关部门出于种种考虑，会同意一个比资产评估价值更低的出售价格（有时，有关部门为避免国有资产流失之嫌，甚至会有意压低资产评估价值）。因此，通过收购破产国有企业资产，天虹纺织以较低的资金投入，在较短的时间内扩大了生产能力，从而实现了低成本扩张。表 1-1 展示了天虹纺织四次收购破产国有企业的概况。

表 1-1：天虹纺织历次收购破产国有企业资产概况

被收购企业名称	收购公司名称	资产评估价值	实际支付价格	收购时间	收购公司开始盈利时间
睢宁县棉纺织厂	江苏新天纺织有限公司	5,531 万元	3,482 万元	2000 年 5 月	2001 年 1 月
泰州第二织布厂	泰州天虹织造有限公司	1,964 万元	1,175 万元	2000 年 11 月	2001 年 1 月
如东县雄鹰纺织厂	南通世纪天虹纺织有限公司	4,777 万元	3,000 万元	2002 年 7 月	2002 年 11 月
丰县纺织厂	徐州天虹银丰纺织有限公司	6,150 万元	2,800 万元	2004 年 5 月	2004 年 8 月

备注：江苏新天纺织有限公司 2001 年 1 月才开始运营，之前将其收购的资产租赁给关联公司天虹纺织（睢宁）有限公司经营。

资料来源：天虹纺织公司数据。

随着天虹纺织生产能力的不断扩大，其产量也不断提高。表 1-2 显示了 2001 年至 2003 年天虹纺织主要产品产量的快速增长。

表 1-2：天虹纺织 2001 年至 2003 年主要产品产量增长情况

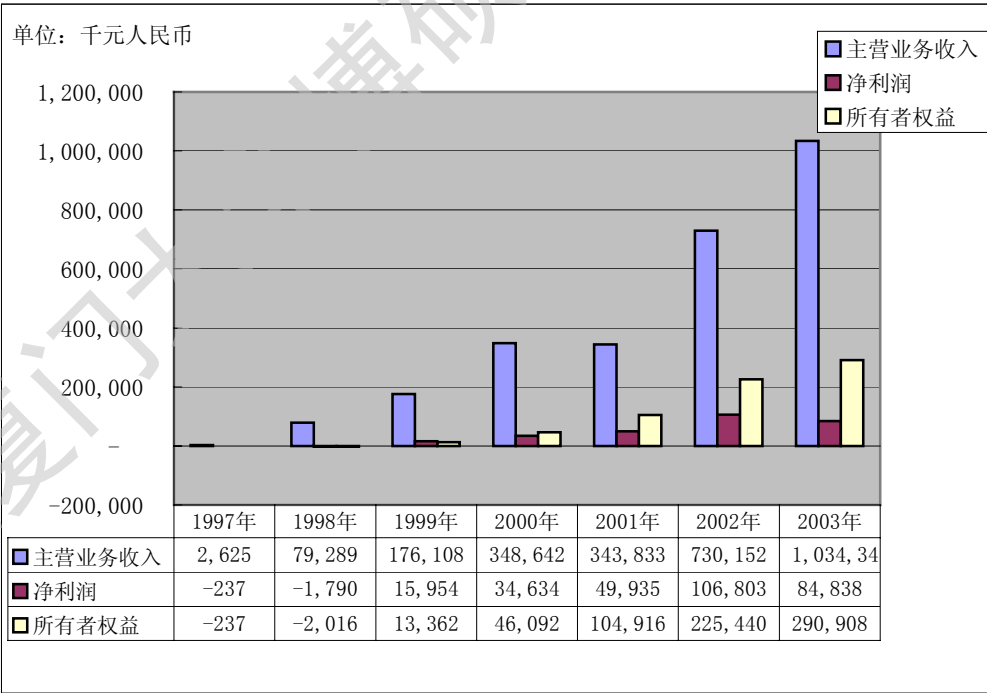
项 目	2001 年	2002 年	2003 年	年复合增长率
纱线产量（吨）	11,018	18,295	22,900	44.17%
坯布产量（万米）	4,138	6,476	8,640	44.50%

资料来源：根据“天虹纺织招股章程”有关数据整理而成。

（四）天虹纺织主要经营和财务指标

天虹纺织成立七年多来，主要经营和财务指标快速增长。图 1-5 展示了天虹纺织 1997 年至 2003 年主营业务收入、净利润和股东权益的增长情况。

图 1-5：天虹纺织 1997 年至 2003 年主要财务指标增长情况



资料来源：1997 年至 2000 年数据来自天虹纺织历年的财务报告，2001 年至 2003 年数据来自“天虹纺织招股章程”。

第二章 中国棉纺织业行业分析

天虹纺织属于纺织工业中的棉纺织业，而棉纺织业是中国纺织工业的支柱行业，其纤维加工量占纺织纤维加工总量的 60%^①，棉纺织业的纱线、坯布产品直接关系到其下游针织、印染（色织）和服装等行业的发展。通过对中国棉纺织业的行业分析，我们能够更加认识天虹纺织所处的行业及其竞争环境，从而对中国棉纺织业的现状和走势有一个比较清晰的判断。

一、中国棉纺织业的发展概况

中国棉纺织业始于 1890 年李鸿章开办的上海机器织布局^②，但此后连年的战争和动乱破坏了其正常发展。20 世纪 70 年代末以来，随着中国的改革开放和全球纺织服装产业链中生产制造中心的转移，中国棉纺织业获得了前所未有的发展。

表 2-1 简要描述了中国棉纺织业的发展历程。

表 2-1：中国棉纺织业的发展概况

年 代	发 展 概 况
1890 年 -1949 年	中国棉纺织业艰难、缓慢地发展。
1950 年代	中国政府先后在西安、郑州、石家庄、邯郸、北京等城市新建了几十户大中型棉纺织厂。
1960 年代 -1970 年代	尽管受到各种因素的干扰和破坏，中国棉纺织业的生产依然大幅增长。在 1970 年代，中国的纱线、坯布的产量已位居世界第一。
1980 年代	中国棉纺织业快速发展。1983 年，中国取消布票供给制，中国人民的穿衣问题得到了基本解决。在这段时期，以棉纺织业为代表的中国纺织工业连年都是中国最大的出口创汇产业，有力地支持了国家建设。
1990 年 -1998 年	中国棉纺织业的过快增长造成生产能力过剩。1993 年起，中国棉纺织业连续 6 年全行业亏损。1998 年，中国政府采取压缩纱锭 1000 万锭的政策。
1999 年 至今	1999 年，中国棉纺织业扭亏为盈。2001 年底，中国加入 WTO，中国棉纺织业再度连年快速增长。2003 年底，中国政府判断纺织等行业投资过热，进行宏观调控，严格控制信贷。2005 年 1 月 1 日起世界贸易组织成员取消所有纺织品和服装贸易配额限制，同时中国政府对部分服装出口征收出口关税。

资料来源：根据《中国纺织工业发展报告 2002/2003》、《WTO与中国纺织工业》和<http://www.ctei.gov.cn>的有关资料整理而成。

① 施禹之，《WTO与中国纺织工业》，中国纺织出版社，2001 年 1 月，P153。

② 施禹之，《WTO与中国纺织工业》，中国纺织出版社，2001 年 1 月，P69。

二、中国棉纺织业的发展现状和特点

（一）生产能力迅速增长，中国已成为世界棉纺织大国

中国的纱、布产量均居世界第一^①，中国已是名副其实的世界棉纺织大国。近年来，中国棉纺织业的投资再度剧增，仅 2003 年就新增固定资产约 193 亿元，比上年增长 47.7%^②。这使得中国棉纺织业的生产能力和产量迅速增长。近年来中国棉纺织业生产能力的增长情况如表 2-2 所示。

表 2-2：2001 年至 2003 年中国棉纺织业生产能力和产量的迅速增长

年 份	2001 年	2002 年	2003 年
棉纺纱锭（万锭）	3,548	4,907	5,942
纱产量（万吨）	760	850	983
棉织布机（万台）	66	75	88
布产量（亿米）	290	322	374

资料来源：中国纺织工业协会统计中心，2001 年、2002 年和 2003 年《纺织工业统计年报》；中国纺织工业协会，《中国纺织工业发展报告 2003/2004》，中国纺织出版社，2004 年 4 月，P173。

中国棉纺织业快速发展的原因，概括起来主要有以下几点：

1、丰富的纺织纤维资源

棉花是棉纺织业最重要的原料，而中国是世界最大的棉花生产国。此外，中国还拥有丰富齐全的其他天然纤维资源和化学纤维资源。因此，中国棉纺织业在原料供应和利用各种纤维开发棉纺织产品方面具有得天独厚的条件。

2、丰富而低廉的劳动力资源

棉纺织业本质上是一种劳动力密集型行业，其竞争力在很大程度上取决于劳动力的工资成本和劳动力素质。中国作为人口最多的发展中国家，具有丰富而低廉的劳动力资源，劳动力成本具有明显的比较优势。根据德国 WERNER 公司提供的 2000 年 54 个国家和地区的纺织业劳动力工资成本资

^① 第三届中国国际棉纺（色）织大会组委会，《第三届中国国际棉纺（色）织大会论文集》，2003 年 11 月，P1。

^② 根据 2002 年和 2003 年的《纺织工业统计年报》有关数据整理而成，中国纺织工业协会统计中心。

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库